

RACCOMANDAZIONE
BUY (da BUY)

Target Price
4,74 € (da 3 €)

Prezzo al 23/04/2021
3,92 € (price at market close)

Grifal

Settore: Packaging
Codice negoziazione Bloomberg: GRAL IM
Mercato AIM

Capitalizzazione di Borsa:	42.119.302 €
Numero di azioni:	10.720.847 [^]
Patrimonio netto 31.12.2020:	14.445.517 €
Outstanding warrants (1:1):	1.059.218 ^{^^}

[^]Al netto delle azioni proprie ^{^^}Vedi pag. 10

Data ed ora
di produzione:

26.04.2021 ore 09:00

Data ed ora
di prima diffusione:

26.04.2021 ore 09:45

Ufficio Ricerca
ed Analisi
Gian Franco Traverso Guicciardi (AIAF)

Tel. +39 0669933.440

Tatjana Eifrig

Tel. +39 0669933.413

Stefania Vergati

Tel. +39 0669933.228

E-mail: ufficio.studi@finnat.it

- Grifal Spa è un'azienda tecnologica e PMI innovativa che progetta, produce e commercializza, nel mercato del packaging industriale, imballaggi innovativi, performanti ed eco-compatibili.
- La Società punta all'introduzione sul mercato di una nuova ed innovativa tipologia di cartone ondulato, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario, denominato "cArtù", che possa essere in grado di affermarsi quale nuovo ed innovativo standard industriale per le soluzioni di packaging e soprattutto quale alternativa, eco-sostenibile, al polistirolo. La strategia aziendale prevede di portare cArtù, ora al 18% del fatturato – circa il 42% deriva ancora dal prodotto Mondaplen- almeno al 50% di incidenza al 2023.
- Le recenti acquisizioni, totalitarie, delle società Tieng e Cornelli, rafforzano l'esclusività delle produzioni Grifal e si presentano fortemente sinergiche ai fini dello sviluppo del business.
- Alziamo al 31% le aspettative di crescita composta media annua del fatturato sul quadriennio 2021/2024, con un margine lordo (Ebitda) in grado di crescere, nel periodo, ad un tasso medio annuo del 79%, raggiungendo € 9,8 milioni (al 2024) da €952 migliaia del consuntivo 2020. L'utile di Gruppo lo stimiamo ad €5,3 milioni al 2024, per un Roe al 20,4%, da una perdita di €946 migliaia consuntivata al 31.12.2020.
- Manteniamo una raccomandazione di acquisto sul titolo con TP alzato dal precedente € 3 all'attuale € 4,74.

Anno al 31/12
(k €)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi di Vendita	18637	16765	27500	34375	42969	49414
EBITDA	2480	952	3667	4651	7804	9773
EBIT	682	-1013	1367	2301	5404	7373
Utile Netto di Gruppo	503	-946	842	1532	3829	5286
Cash - flow	2301	1020	3142	3882	6229	7686
Equity	10261	14445	15287	16819	20648	25934
Pfn	-4419	-6666	-8190	-8588	-5769	-1951
Roe	4,9	-	5,5	9,1	18,5	20,4

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

Il Mercato di riferimento

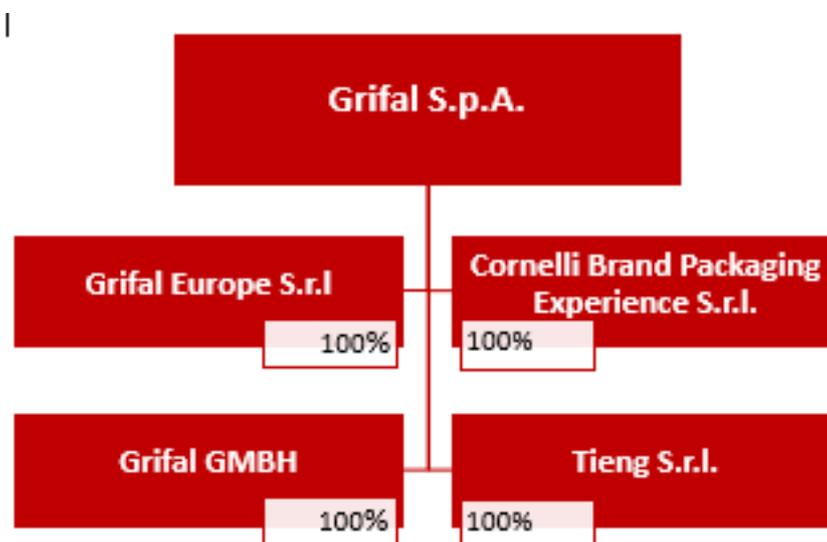
Grifal produce soluzioni di imballo a base di polietilene espanso ondulato e cartone ondulato ma intende sviluppare soprattutto quest'ultimo al fine di giungere ad affermare la tecnologia cArtù e la linea di prodotti cushionPaper quali nuovi standard di imballaggio ecocompatibili. Il cartone ondulato rappresenta il materiale per imballi più diffuso al mondo e, nonostante le forti contrazioni economiche ovunque indotte, nel corso del 2020, dalla pandemia di covid-19 (il settore del packaging risente enormemente della dinamica della produzione industriale), i consumi B2C di questo materiale per imballaggi hanno sì registrato contrazioni intorno al 10% in Italia ma non sono crollati, soprattutto per effetto del forte sviluppo che sta sempre più assumendo l'e-commerce (si stima che il 92% dei prodotti spediti venga imballato proprio con involucri di carta o cartone). Tra lockdown, mobilità ridotta e negozi fisici chiusi, i consumatori si stanno sempre più rivolgendo all'e-commerce quale canale per i loro acquisti. In Italia si stima che la digitalizzazione generata dal solo lockdown abbia aumentato di almeno due milioni il numero dei consumatori on line (giunti a 29 milioni). Il forte incremento di tutto l'e-commerce ha un impatto diretto sulla domanda di packaging, letteralmente esplosa nel corso degli ultimi dieci mesi. Il mercato dell'imballaggio per e-commerce dovrebbe aver raggiunto i 51 miliardi di dollari a livello globale, con un incremento annuo del 40%. Il trend di crescita dell'"e-commerce packaging", secondo una ricerca "Smithers", non è destinato a fermarsi almeno fino al 2025, con un cagr atteso del 17% ed in grado di portare il settore a un valore finale, fra cinque anni, di oltre 113 miliardi di dollari. Nell'area dell'euro si stima che la crescita annua di "shopping digitale" possa aggirarsi intorno al 15/20% annuo - così come le esigenze di logistica e di marketing associate ai prodotti ed al packaging. La domanda di imballaggi, in particolare di cartone ondulato, dovrebbe quindi permanere estremamente positiva. Si stima che l'80% di tutti i prodotti acquistati on line comporti un indotto significativo per tutti i materiali da imballo. Tutti i formati utilizzati nell'"e-commerce packaging" evidenziano indicatori attesi in crescita a doppia cifra, con il cartone ondulato a guidare il gruppo e raggiungere gli 80 miliardi di dollari in valore al 2025 (da 30 miliardi nel 2019). Per l'intero mercato europeo del cartone ondulato, non solo legato all'e-commerce, la crescita potrebbe collocarsi tra il 4% e l'8% annuo sino al 2025, attestandosi, in valore, a € 260/280 miliardi ed in volume prodotto a 1800 milioni di metri cubi (fonte Grifal). L'industria della carta e del cartone gioca poi un ruolo da protagonista nella sfida globale della sostenibilità, con un tasso di riciclo degli imballaggi di circa l'81%. Inoltre, il 56% di tutta l'energia primaria utilizzata nell'industria europea della carta e del cartone è ottenuta da biomasse ed i sottoprodotti del legno forniscono, sovente, energia rinnovabile, sotto forma di elettricità e vapore, per i processi di produzione. In merito alla materia prima utilizzata, le foreste sono essenziali per l'industria del cartone perché forniscono la fibra di legno da cui questo viene prodotto; la maggior parte del legno usato in Europa proviene da foreste del nord-Europa e l'83% della materia prima utilizzata proviene da foreste a gestione sostenibile.

Attività & Strategie

Grifal Spa è una società attiva (dal 1969) nella progettazione, produzione e commercializzazione di soluzioni di imballaggio, “personalizzate” ed eco-compatibili, basate su innovativi sistemi di ondulazione. La società si è posta come obiettivo, etico ed aziendale, quello di sostituire le plastiche nel mercato degli imballaggi di protezione e di estendere i vantaggi di queste tecnologie sostenibili anche in settori diversi dal packaging. Opera prevalentemente in Italia (72% del fatturato al 31.12.2020) attraverso il proprio stabilimento di Cologno al Serio (BG) ed offre soluzioni di imballo, per la protezione ed il riempimento, a base di polietilene espanso ondulato, con il prodotto “Mondaplen” (ovvero un foglio ondulato di polietilene espanso abbinato ad uno o a due fogli piani) e cartone ondulato con il prodotto “cArtù” (ovvero una nuova tipologia di cartone ondulato in grado di sostituire le plastiche espanso ancora molto utilizzate per la realizzazione degli imballi).

I costanti investimenti per lo sviluppo tecnologico e dei prodotti (circa il 10% del valore della produzione) hanno portato, negli anni, al deposito di 20 brevetti sia in Europa che negli Stati Uniti e consentito a Grifal di ampliare oggi la propria offerta anche alla progettazione e realizzazione delle macchine per l’ondulazione necessarie alla realizzazione dei suoi prodotti.

Con le recenti acquisizioni, totalitarie, delle società Tieng Srl e Cornelli BPE Srl, Grifal si presenta ora quale Parent Company delle seguenti entità societarie:



Fonte: Grifal

- **Cornelli Brand Packaging Experience Srl:**
Società focalizzata sulla produzione e commercializzazione di scatole in cartone ondulato, nonché nella progettazione e realizzazione di nuove tecniche di *branding* applicate al packaging. Con questa operazione, Grifal intende ulteriormente accelerare la propria crescita ed incrementare il volume d'affari nei confronti delle aziende, in Italia e all'estero, particolarmente attente ai temi della sostenibilità, innovazione e comunicazione applicate al packaging attraverso i prodotti a marchio cArtù e cushionPaper. In Cornelli verranno inoltre concentrate tutte le attività di lavorazione del cartone ondulato tradizionale. A questo obiettivo di razionalizzazione ed efficientamento della propria struttura si aggiunge quello di disporre di un secondo sito produttivo.
- **Tieng Srl:**
Società che progetta e produce impianti e macchinari per incollaggio resine e adesivi e per l'automatizzazione del packaging ma anche gli stessi ondulatori e macchine utilizzate da Grifal per la conversione dei materiali esclusivi Mondaplen e cArtù. Conosciuta a livello internazionale, ha impianti installati in tutto il mondo e questa acquisizione, altamente sinergica, rinforza la capacità produttiva del Gruppo nelle macchine per ondulazione non solo al fine di soddisfare le richieste "interne" di nuovi impianti ma anche per i clienti licenziatari. In Europa Grifal intende sviluppare la commercializzazione di ondulatori Mondaplen nei confronti di trasformatori di plastiche espanse mentre negli USA si cercherà di commercializzare, contestualmente, sia ondulatori cArtù nei confronti di produttori di imballaggi in cartone ondulato sia ondulatori Mondaplen nei confronti di trasformatori di plastiche espanse.
- **Grifal GmbH:**
Società costituita in Germania nel luglio 2018 con l'obiettivo di presidiare, in modo più incisivo, il principale mercato del packaging a livello europeo e tra quelli potenzialmente più interessati all'introduzione di una soluzione di imballo ecocompatibile quale è il cArtù. Rappresenta un primo passo per l'introduzione della tecnologia Grifal nel principale mercato europeo.
- **Grifal Europe Srl:**
Società costituita ad inizio 2020 in Romania al fine di presidiare il principale mercato di sbocco per Grifal e uno di quelli dove sono state delocalizzate le attività produttive di molti gruppi multinazionali. E' in corso la realizzazione di uno stabilimento produttivo, il cui avvio dovrebbe concretizzarsi entro la fine dell'anno, localizzato in prossimità degli stabilimenti di grandi clienti del settore dell'elettronica.

Nel corso del 2018 la società ha inoltre acquisito una partecipazione del 15% in Buxkin BV, società di diritto olandese (attiva nel settore della correzione acustica degli ambienti) che commercializza materiali riciclati ed ecocompatibili di grande impatto estetico grazie alle pannellature in feltro riciclato ondulato prodotte da Grifal con la tecnologia "Mondaplen". Le produzioni di materiali ondulati per settori non packaging rappresentano un'altra grande opportunità di sviluppo. Grifal ha realizzato una struttura dedicata dove sono già attivi tre ondulatori per materiali fonoassorbenti e filtranti e questa nuova area di produzione sarà pienamente operativa nel corso dei prossimi mesi con il completamento dei fine linea di trasformazione.

L'elevato know how, i brevetti e la creazione di una linea di prodotti esclusivi, rende "non replicabili" le soluzioni d'imballo ideate da Grifal. In questo modo la società riesce a tutelare la proprietà intellettuale e a competere su fattori diversi dal prezzo. Grifal dispone, inoltre, al suo interno, anche di un Laboratorio Prove Certificato ISTA dove viene testata l'efficacia protettiva delle soluzioni d'imballo progettate attraverso 30 protocolli di prova specifici e molto rigorosi. Vengono così effettuate prove di caduta, vibrazione, compressione e prove climatiche secondo gli standard ISTA. L'obiettivo è verificare che l'imballo proposto soddisfi i requisiti di sicurezza richiesti sia dalle normative vigenti che dagli stessi clienti, stabilendone così l'effettiva conformità ed affidabilità. Il Laboratorio è così in grado di offrire ai clienti test delle soluzioni di imballo secondo specifici protocolli, con la produzione di un report finale e, ove richiesto, con l'emissione del relativo Certificato ISTA.

I principali prodotti commercializzati:

MONDAPLEN:



il prodotto di punta di Grifal dal 2003 (circa il 42% del fatturato al 31.12.2020). Trattasi di un innovativo prodotto di imballaggio, per la protezione ed il riempimento, con numerosi ambiti di applicazione ed un'alta adattabilità alle diverse esigenze. Si compone di un foglio ondulato di polietilene espanso, o di altri materiali termosaldabili, abbinato ad uno o a due fogli piani, ottenuto attraverso un processo di laminazione proprietario brevettato che prevede l'utilizzo di propri macchinari di ondulazione. Tale prodotto possiede elevate capacità ammortizzanti, a fronte di un minor impiego di materia prima, ampia avvolgibilità ed adattabilità alle caratteristiche dell'imballo, con conseguente capacità di protezione di prodotti molto diversi tra loro.

Tale prodotto viene commercializzato come prodotto per l'imballaggio in bobine o lastre (eventualmente pre-tagliato/pre-formato) o utilizzato con altri materiali (es. cArtù) nella progettazione di soluzioni di packaging personalizzate.

cArtù:

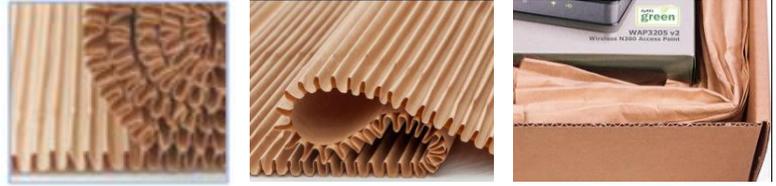


nuova tipologia di cartone ondulato (la cui incidenza sui ricavi di vendita ha raggiunto il 18% al 31.12.2020), dalle caratteristiche innovative, realizzato tramite un sistema produttivo proprietario. Rappresenta l'alternativa ecocompatibile al polistirolo, al poliuretano espanso ed alle altre plastiche utilizzate nell'imballaggio di protezione grazie alle sue onde alte da 7 a 20 mm che permettono un'efficace azione ammortizzante. Il sistema genera il 50% di ondulazione in più rispetto al tradizionale cartone ondulato. Il prodotto risulta essere quindi molto più resistente alla compressione pur mantenendo un peso ed un consumo di carta limitati (viene risparmiato circa il 70% della carta usualmente utilizzata nella produzione del classico cartone ondulato ed un metro cubo di cArtù può arrivare così a pesare circa 1/4 rispetto al cartone tradizionale in base alla tipologia di carta ed alla dimensione dell'onda). La tecnologia utilizzata per cArtù consente anche di diversificare le tipologie di carta utilizzata al fine di mitigare eventuali aumenti nei costi della materia prima. Il prodotto, realizzato con carta riciclata di alta qualità, garantisce una protezione superiore e le sue alte proprietà ammortizzanti, unite ad una elevata flessibilità, consentono di sostituire, con un prodotto al 100% in carta, i materiali di protezione a base plastica come il polistirolo espanso o le schiume di poliuretano e di polietilene.

A questo consumo ridotto di materia prima corrisponde una riduzione fino all'80% di emissioni di CO2 rispetto ai tradizionali materiali da imballo. Il prodotto risulta quindi totalmente ecosostenibile, essendo riciclabile al 100% e facilmente compatto, potendo essere smaltito nella normale raccolta urbana differenziata. cArtù risulta disponibile in diversi formati: pannelli rigidi, flessibili ed avvolgibili, fogli ammortizzanti ed avvolgibili, sistemi ammortizzanti, supporti super bloccanti, scatole ammortizzanti, vassoi impilabili, cofanetti ammortizzanti, imballi per spedizioni di bottiglie ed imballi di presentazione. In merito a quest'ultima gamma di prodotto, la società sta introducendo anche un cArtù a basso spessore, di più facile lavorabilità, al fine di soddisfare una maggiore domanda da parte di produttori di scatole. Grifal sta introducendo in modo capillare cArtù sul mercato e negli ultimi 12/15 mesi sono stati lanciati 300 nuovi progetti di imballi di cui il 90% a base cArtù.

E' stata inoltre attivata una nuova linea di produzione di cArtù basata su di una innovazione di processo che consente di triplicare la velocità di produzione e di ridurre almeno di un terzo il costo delle materie prime impiegate.

Grande interesse per il prodotto è riscontrabile da parte dei grandi utilizzatori di imballi, in particolare quale sostituto del polistirolo nel settore degli elettrodomestici "bianchi". Il miglioramento dell'efficienza nella produzione consentirà di proporre i prodotti a base cArtù non solo quali soluzioni di imballo per gli utilizzatori finali ma anche quale *commodity* per i produttori di scatole, ampliandone il mercato potenziale.

cushionPaper:

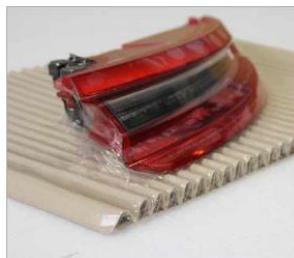
Rappresenta l'alternativa ecologica al "film a bolle" per imballi a protezione di oggetti delicati. Prodotto composto da uno strato liscio di carta abbinato ad un altro strato ondulato reso tale grazie alla tecnologia proprietaria brevettata di ondulazione.

Grazie alla superficie flessibile in carta ondulata, il prodotto avvolge efficacemente qualsiasi oggetto e permette di riempire rapidamente ed efficacemente i diversi formati di un contenitore. E' un materiale ammortizzante, protettivo contro le vibrazioni derivanti dal trasporto, nonché pratico e pronto all'uso (il materiale ha un prestrappo ogni 39 cm.). E' sufficiente prendere la quantità di materiale necessaria e utilizzarla per avvolgere il prodotto da imballare. Risulta ampiamente eco-friendly, in quanto realizzato con carta al 100% riciclata ed è completamente riciclabile ed ecocompatibile. Sostituisce, nella maniera più semplice ed immediata, quei prodotti in plastica che sono dannosi per l'ambiente quali il film a bolle ed il polistirolo.



InspiroPack System:

Sistema di packaging brevettato che viene commercializzato fornendo, oltre al materiale "consumabile" necessario, anche le macchine di imballaggio (in comodato d'uso). Il sistema si fonda sulla creazione del vuoto per l'ottenimento di un effetto bloccante degli oggetti tramite l'impiego di un supporto realizzato in Mondaplen, cArtù o cushion Paper e l'utilizzo di un film plastico. L'utilizzo dei materiali ondulati di Grifal agevola la creazione del vuoto e al contempo protegge efficacemente gli oggetti da urti e vibrazioni. Il film trasparente, opportunamente riscaldato, aderisce ai prodotti impedendone lo spostamento durante la movimentazione. InspiroPack System crea imballi che offrono una visibilità completa del prodotto e quindi la possibilità di verificarne in modo immediato l'integrità al momento della consegna. Consente, inoltre, una migliore conservazione del prodotto, una maggiore adattabilità e flessibilità nel processo di packaging, nonché una più efficiente gestione del magazzino. Recentemente è stato registrato un nuovo brevetto che consente di ottenere una maggiore automazione dell'intero processo produttivo di questo particolare sistema di imballo il quale sta registrando un grande interesse.



Grifal intende anche sviluppare

Ondulati Tecnici in Mondaplen, per applicazioni diverse dal packaging, da commercializzare quali semilavorati per i clienti-partner e quali prodotti finiti per una clientela retail. Questi prodotti sono costituiti da protezioni per auto da applicare alle pareti del garage, mobili da interno o esterno, scatole protettive, tappetini da ginnastica, materiale fonoassorbente per studi di registrazione, protezioni sportive.

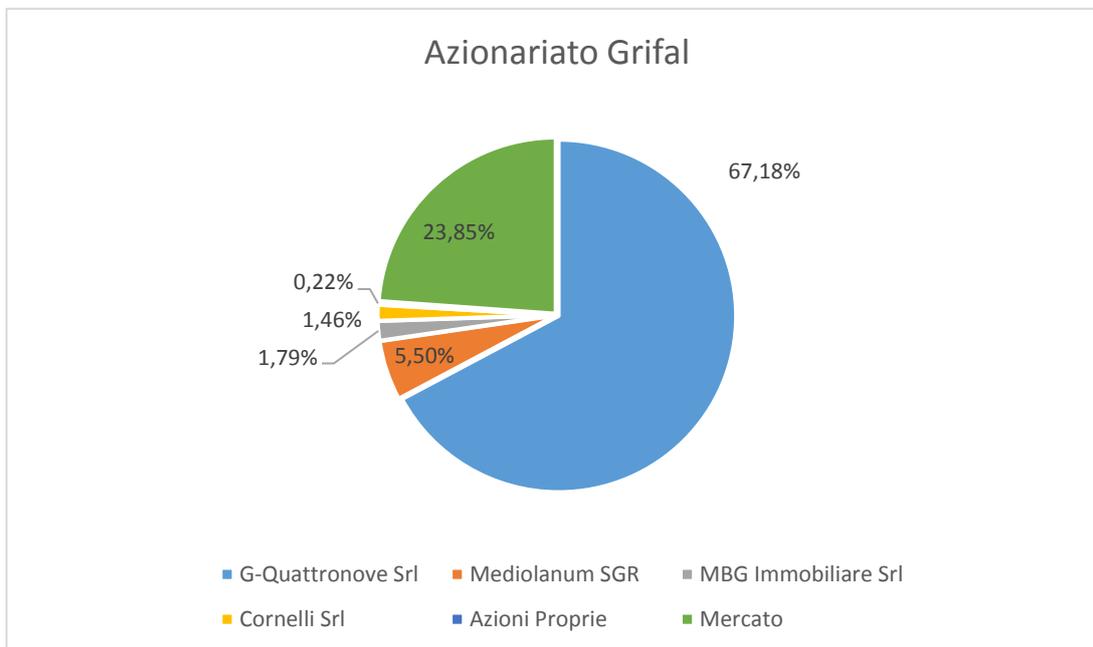
Nel corso dei prossimi mesi è prevista la commercializzazione di materiali ondulati fonoassorbenti estetici, dedicati al mercato americano e materiali di protezione (wall bumper) dedicati al mercato europeo.



Da marzo 2019 Grifal figura nell' "Amazon Packaging Support and Supplier Network" (APASS), una lista di aziende alle quali i fornitori di Amazon devono rivolgersi qualora intendano vendere i propri prodotti tramite il market place Amazon. La società vede in tal modo rafforzato il proprio posizionamento competitivo in merito alle proprie competenze nella progettazione, fornitura e certificazione degli imballaggi per l'e-commerce.

In tema di imballaggi, Grifal ha ottenuto la certificazione FSC per i prodotti di origine forestale. La certificazione FSC (Forest Stewardship Council), riconosciuta a livello internazionale, garantisce che la carta utilizzata dall'azienda per i propri prodotti provenga da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.

Azionariato & Outstanding Warrants



Fonte: Grifal

La società è quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana dal 1/06/2018 ad un prezzo di collocamento di € 2,6.

Il capitale sociale, suddiviso in n. 10.744.720 azioni, è detenuto per il 67,18% da G-Quattronove S.r.l. (Famiglia Gritti); il 5,5% fa capo a Mediolanum Gestione Fondi SGR mentre il flottante sul mercato è pari al 23,85%. A seguito delle recenti acquisizioni di Tieng Srl e Cornelli BPE Srl, l'1,79% del capitale di Grifal è stato sottoscritto, nell'ambito di un aumento di capitale riservato a servizio dell'operazione di acquisizione, da MBG Immobiliare Srl (società cedente/conferente di Tieng Srl) mentre l'1,46% del capitale è in capo a Cornelli Srl (società cedente del ramo d'azienda che ha formato oggetto della newco Cornelli BPE Srl).

Il numero di warrants attualmente sul mercato (Warrants Grifal 2018-2021) è pari a n° 1.059.218 e ne è previsto un loro eventuale esercizio, nel rapporto 1:1, durante un residuo periodo temporale tra il 1giugno 2021 ed il 15 giugno 2021 ad un prezzo di esercizio di € 3,46.

Sono inoltre a disposizione del Consiglio di Amministrazione, per essere assegnati gratuitamente a dipendenti e/o amministratori della società e delle società controllate, in esecuzione della delibera dell'Assemblea dei soci del 26 marzo 2018, ulteriori n° 134.000 warrants.

ESG Highlights: Environmental, Social, Governance

Le informazioni di carattere non finanziario relative alle imprese e, in particolare, quelle relative alle tematiche Environmental, Social e Governance (ESG) sono oggetto di crescente attenzione da parte degli investitori [istituzionali] nell'ambito dei propri processi di investimento. Queste informazioni sono maggiormente accessibili al mercato con riferimento alle società a grande capitalizzazione, anche grazie a valutazioni o certificazioni da parte di agenzie specializzate rispetto a quanto non lo siano per le Small e Micro Cap.

Banca Finnat ha ritenuto di adoperarsi affinché, nelle proprie Equity Company Note, si dia conto delle politiche e delle azioni adottate dalle società quotate oggetto di Analyst Coverage in materia di sostenibilità ambientale, responsabilità sociale e governance (tematiche ESG), esponendo queste informazioni unitariamente in un'apposita sezione. Le informazioni sono state riportate nei riquadri sottostanti così come fornite dalla Società, nell'ambito degli incontri e dei colloqui con gli analisti della Banca propedeutici al rilascio della Equity Company Note, anche sulla base di un apposito questionario elaborato dell'Ufficio Studi della Banca.

La politica di sostenibilità di Grifal per la progettazione di imballi sostenibili prevede:

- la riduzione costante della dimensione degli imballi eliminando i materiali superflui e mantenendo l'efficacia della protezione.
- L'aumento dell'efficienza della logistica e la riduzione dei volumi nei magazzini con imballi adatti a prodotti di ogni forma, peso e dimensione.
- Il risparmio energetico realizzando soluzioni che richiedano meno impianti (stampi e fustelle).
- La realizzazione di prodotti in carta riciclata e riciclabile, certificata FSC, perfettamente inserita in un contesto di economia circolare.
- La massimizzazione della qualità dell'imballo grazie a test di trasporto e protezione certificati ASTA e Amazon.
- La ridotta emissione nell'ambiente di anidride carbonica (CO₂). Per realizzare 1 metro cubo di cArtù si emettono 35Kg. di CO₂ eq. Per produrre, invece, 1 metro cubo di lastra di polistirolo, il materiale più ecologico dopo cArtù, le emissioni di CO₂ sono 2,4 volte superiori. Utilizzare in un anno 100.000 Kg di cArtù o cushionPaper, anziché la stessa quantità di polistirolo, permette di evitare l'immissione in atmosfera di 418.000 kg. di CO₂ pari a quanto ne assorbirebbero 59.976 alberi che occupano una superficie grande quanto quella di 84 campi da calcio.
- L'adozione dell'analisi di Life Cycle Assessment (LCA) per gestire con maggiore precisione l'impatto ambientale della Linea cArtù e cushionPaper. Il calcolo prende in considerazione le materie prime che costituiscono il prodotto, la fase di produzione, la fase di distribuzione, quella d'uso ed il fine vita. L'analisi ha confermato che la tecnologia utilizzata da Grifal permette la realizzazione di prodotti per imballaggio con un impatto ambientale drasticamente più basso rispetto a quello dei materiali alternativi quali polistirolo, pluriball, cartone ondulato tradizionale e polietilene. Pur tuttavia, la stessa analisi ha permesso di avanzare proposte di miglioramento al fine di ridurre ulteriormente le emissioni di CO₂ identificando quali possibili interventi: la modifica del fornitore della carta, la modifica del mix elettrico e l'adozione di veicoli di classe emissiva Euro 6 per la distribuzione.

ESG Highlights: Environmental, Social, Governance

ESG

- L'orientamento di Grifal all'ecosostenibilità è testimoniato dalla ricerca delle materie prime (cArtù viene prodotto a base carta e riciclabile), dalla struttura monomaterica (riciclo più semplice) e dal minor impiego di materiale grazie ai processi produttivi, brevettati, di ondulatione.
- E' stata ottenuta la certificazione ISO 14001:2015 del Sistema di Gestione Ambientale per la protezione dell'ambiente, la prevenzione dell'inquinamento, la riduzione dei rifiuti, del consumo di energia e materiali.
- E' stata ottenuta la certificazione FSC, riconosciuta a livello internazionale, che garantisce che la materia prima legnosa per carta e prodotti in legno, utilizzati da Grifal per i propri prodotti, derivino da foreste gestite in modo sostenibile e responsabile.
- E' stata ottenuta la certificazione KIWA per la conformità dei sottoprodotti di materie plastiche in accordo alla norma UNI 10667-1:2017
- La produzione di cArtù genera il 74% in meno di emissioni CO2 ed il 93% dei prodotti Grifal è riciclabile.
- La produzione Grifal si contraddistingue per la presenza ridotta di rifiuti pericolosi: solo lo 0,1% di questi, emulsioni e oli utilizzati per le macchine, è classificata come pericolosa.
- Gli scarti del polietilene espanso vengono separati per colore e reimmessi come sottoprodotto nella filiera produttiva o come materia prima secondaria per produzione di sacchi per l'immondizia.
- Tutti i rifiuti vengono raccolti e smaltiti in un'ottica di recupero (circa l'81% degli stessi).
- Il ciclo di vita degli imballi riduce al minimo l'impatto ambientale con materie prime al 100% riciclabili.
- Viene effettuata, periodicamente, da un consulente esterno, la valutazione della sicurezza elettrica e meccanica di tutte le macchine di produzione.
- Viene costantemente perseguita, nei processi produttivi, la riduzione degli scarti e dei consumi di energia.
- Grifal è autorizzata all'uso del marchio FITOK che certifica l'avvenuto trattamento fitosanitario applicato ai suoi materiali da imballaggio; questo si esegui sugli imballaggi in legno ed è necessario per limitare il rischio di infestazioni da organismi nocivi trasmessi attraverso il materiale da imballaggio usato negli scambi commerciali.
- Per realizzare i propri prodotti Grifal impiega carta, polietilene, legno, vernici, adesivo solido e colla vinilica; nessuna delle materie utilizzate è classificata, sulla base della normativa vigente, come pericolosa.
- Installato un sistema di aspirazione dell'aria centralizzato per convogliare all'esterno i fumi delle lavorazioni di termo saldatura, incollaggio e stampa.

ESG

- L'azienda consente l'utilizzo dei premi di produzione nell'ambito di un progetto di welfare aziendale.
- Il 91% dei dipendenti è assunta con contratti a tempo indeterminato.
- E' previsto un percorso di formazione del personale su diversi ambiti: miglioramento della sicurezza e della consapevolezza in tema sicurezza; aggiornamento professionale e miglioramento delle soft skills.
- La società sostiene le iniziative del territorio organizzate da pro-loco, società sportive ed enti socio-culturali.

A seguito dell'emergenza COVID la società ha disposto:

- Stipulato una polizza assicurativa supplementare per tutti i dipendenti in caso di positività al covid-19.
- Attivato un servizio specializzato di sanificazione periodica di tutti gli spazi aziendali.
- Intensificata la prevenzione attraverso il controllo quotidiano della temperatura e delle distanze
- Distribuito dispositivi di protezione individuale (mascherine, guanti e gel igienizzante).
- Migliorato il ricambio di aria in tutti gli ambienti e igienizzato i mezzi aziendali.
- Attivato procedure specifiche per i trasportatori durante le operazioni di carico/scarico merci.
- Introdotta lo smart working tra gli impiegati con presenza in ufficio ridotta tra il 40 ed il 60%.

ESG

- Nei processi di selezione del personale non si applicano discriminazioni di genere. Il 27,3% del personale è donna.
- Tuttavia, tra le posizioni dirigenziali (3) non sono presenti donne; nel Consiglio d'Amministrazione 3 componenti su 4 sono donne.

Fonte: informazioni tratte dal questionario ESG compilato dalla Società

Risultati FY 2020

EUR (K)	FY 2019	FY 2020	VAR%	FY 2020E
Ricavi di Vendita	18637	16765	-10	16400
Valore della Produzione	21764	19916	-8,5	19150
Materie Prime	8515	8012		7660
%	39,1	40,2		40
^Rimanenze	-	-		(150)
Costi per servizi	4721	4805		4596
%	21,7	24,1		24
Beni di terzi	933	959		957
%	4,3	4,8		5
VALORE AGGIUNTO	7595	6141	-19,1	6087
%	34,9	30,8		31,8
Costo del lavoro	5271	5168	-2	4500
%	28,3	30,8		27,4
Oneri di gestione	101	143		100
^Rimanenze	(257)	(122)		
EBITDA	2480	952	-61,6	1487
%	13,3	5,7		9,1
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	9,3	1900
%	9,6	11,7		11,6
EBIT	682	-1013		-413
%	3,7			-
Oneri finanziari	185	229		180
UTILE ANTE IMPOSTE	497	-1242		-593
%	2,7			-
Imposte	(6)	(296)		(192)
Tax rate (%)	-			
RISULTATO NETTO	503	-946		-401
%	2,7			-
Cash Flow	2301	1020	-55,7	1499
%	12,3	6,1		9,1
PFN	-4419	-6666		-5299
Equity	10261	14445		9859
ROI	4,6	-		-
ROE	4,9	-		-

Fonte: Grifal

La pandemia da Covid-19 e l'emergenza sanitaria che ne è derivata ha provocato significative contrazioni dei PIL e delle produzioni industriali (in Italia il prodotto interno lordo è sceso, nel corso del 2020, dell'8,9% e la produzione industriale dell'11,4%) ed il settore del packaging risulta essere strettamente correlato a tali dinamiche. Al termine del primo semestre 2020 i ricavi di vendita di Grifal avevano registrato contrazioni del 20% ma nella seconda parte dell'anno si è assistito ad una inversione di tendenza che ha consentito alle vendite, a consuntivo 2020, di limitare al 10% la loro contrazione rispetto all'esercizio 2019 (da €18,6 milioni al 31.12.2019 ad € 16,8 milioni). Una struttura organizzativa coerente con le prospettive di crescita futura ma che al momento si è dimostrata sovradimensionata, a fronte del calo di fatturato registrato nell'esercizio, ha determinato una contrazione del margine operativo lordo (Ebitda) del 61,6% rispetto al 2019. Questo si è quindi attestato ad € 952 migliaia, rispetto ad € 2,5 milioni al 31.12.2019 e a fronte di € 1,5 milioni da noi attesi, con una marginalità scesa dal precedente 13,3% al 5,7% e rispetto al 9,1% da noi preventivato.

Il risultato operativo netto (Ebit) ha chiuso in perdita per € 1 milione a fronte di profitti operativi per € 682 migliaia al 31.12.2019 e a fronte di una perdita da noi stimata non superiore ad € 413 migliaia.

Maggiori oneri finanziari rispetto alle attese, pur con una maggiore componente fiscale positiva rispetto alle stime, hanno concorso a determinare una perdita netta di esercizio di € 946 migliaia rispetto all'utile di € 503 migliaia registrato a consuntivo 2019 e a fronte di una perdita da noi attesa per € 401 migliaia.

L'indebitamento finanziario netto si è portato ad € 6,7 milioni da € 4,4 milioni al 31.12.2019 mentre il patrimonio netto è pari ad € 14,4 milioni, da € 10,3 milioni al 31.12.2019, beneficiando di rivalutazione di intangibili, soprattutto brevetti relativi ai processi produttivi di cArtù e Mondaplen, che hanno comportato l'iscrizione di una riserva di rivalutazione pari ad € 5,4 milioni.

Outlook 2021-2024

OLD ESTIMATES

EUR (K)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	CAGR 19/23
Ricavi di Vendita	17361	18637	16400	20500	25625	32030	14,5
Valore della Produzione	19627	21764	19150	22900	28275	34580	
Materie Prime	7871	8259	7660	8931	10603	12620	
%	40,1	37,9	40	39	37,5	36,5	
^Rimanenze			(150)				
Costi per Servizi	4233	4822	4596	5038	5796	6916	
%	21,6	22,1	24	22	20,5	20	
Beni di terzi	905	933	957	1030	1131	1383	
%	4,6	4,3	5	4,5	4	4	
VALORE AGGIUNTO	6618	7750	6087	7901	10745	13661	
%	33,7	35,6	31,8	34,5	38	39,5	
Costo del lavoro	4409	5271	4500	5125	5637	6201	
%	25,4	28,3	27,4	25	22	19,4	
Oneri di gestione			100	100	120	120	
EBITDA	2209	2480	1487	2676	4988	7340	31,2
%	12,7	13,3	9,1	13	19,5	22,9	
Ammortamenti & Svalutazioni	1466	1798	1900	2000	2100	2100	
%	8,4	9,6	11,6	9,8	8,2	6,6	
EBIT	743	682	-413	676	2888	5240	66,5
%	4,3	3,7	-	3,3	11,3	16,4	
Oneri finanziari	224	185	180	180	180	180	
UTILE ANTE IMPOSTE	519	497	-593	496	2708	5060	
%	3	2,7	-	2,4	10,6	15,8	
Imposte	133	(6)	(192)	129	704	1315	
Tax rate (%)	25,7	-	-	26	26	26	
RISULTATO NETTO	386	503	-401	367	2004	3745	65,2
%	2,2	2,7	-	1,8	7,8	11,7	
Cash Flow	1852	2301	1499	2367	4104	5845	
%	10,7	12,3	9,1	11,5	16	18,2	
PFN	-5356	-4419	-5380	-6251	-5211	-2380	
Equity	7501	10261	9860	10226	12230	15974	
CIN	12857	14680	15240	16478	17441	18354	
ROI	5,8	4,6	-	4,1	16,5	28,5	
ROE	5,1	4,9	-	3,6	16,4	23,4	
Capex	4621	2951	3000	2500	2500	2500	
NWC	4498	5133	4592	5330	5894	6406	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

NEW ESTIMATES

EUR (K)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	CAGR 20/24
Ricavi di Vendita	18637	16765	27500	34375	42969	49414	31
Valore della Produzione	21764	19917	30500	37375	45969	52414	
Materie Prime	8515	8012	11590	14202	17000	19393	
%	39,1	40,2	38	38	37	37	
Costi per Servizi	4721	4805	6405	7849	9194	10483	
%	21,7	24,1	21	21	20	20	
Beni di terzi	933	959	1220	1495	1839	2097	
%	4,3	4,8	4	4	4	4	
VALORE AGGIUNTO	7595	6141	11285	13829	17936	20441	
%	34,9	30,8	37	37	39	39	
Costo del lavoro	5271	5168	7425	8937	9831	10323	
%	28,3	30,8	27	26	23	21	
Oneri di gestione	101	143	192	241	301	346	
^Rimanenze	(257)	(122)					
EBITDA	2480	952	3667	4651	7804	9773	79
%	13,3	5,7	13,3	13,5	18,2	19,8	
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2300	2350	2400	2400	
%	9,6	11,7	8,4	6,8	5,6	4,9	
EBIT	682	-1013	1367	2301	5404	7373	
%	3,7	-	5	6,7	12,6	14,9	
Oneri finanziari	185	229	230	230	230	230	
UTILE ANTE IMPOSTE	497	-1242	1137	2071	5174	7143	
%	2,7	-	4,1	6	12	14,4	
Imposte	(6)	(296)	296	538	1345	1857	
Tax rate (%)	-	-	26	26	26	26	
RISULTATO NETTO di Gruppo	503	-946	842	1532	3829	5286	
%	2,7	-	3,1	4,5	8,9	10,7	
Cash Flow	2301	1020	3142	3882	6229	7686	
%	12,3	6,1	11,4	11,3	14,5	15,5	
PFN	-4419	-6666	-8190	-8588	-5769	-1951	
Equity	10261	14445	15287	16819	20648	25934	
CIN	14680	21112	23477	25408	26417	27885	
ROI	4,6	-	5,8	9	20,5	26,4	
ROE	4,9	-	5,5	9,1	18,5	20,4	
Capex	2951	2986	3000	3000	3000	3000	
NWC	5214	5068	6733	8014	8423	9291	

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat

La Società mantiene saldo l'obiettivo di affermare i propri prodotti come nuovi standard di imballaggio, in un contesto di sempre maggiore interesse, da parte dei grandi utilizzatori di imballi, verso la progressiva sostituzione della plastica (polistirolo e poliuretano espanso) con alternative eco-sostenibili. Inoltre, le acquisizioni, altamente sinergiche, di Tieng e Cornelli consentono a Grifal non solo di rafforzare il business esistente ma anche di ampliare il proprio campo di azione con l'offerta commerciale, sul mercato europeo e nord americano, di sistemi di ondulazione (prodotti da Tieng) da offrire non solo ai produttori di imballaggi in cartone ondulato ma anche ai trasformatori di plastiche espanse (polietilene).

Tenuto ora conto del nuovo perimetro aziendale, nonché dell'attesa accelerazione "organica" del business in funzione della ripresa economica che dovrebbe progressivamente concretizzarsi nel corso dell'anno, stimiamo che il fatturato 2021 possa quindi attestarsi ad € 27,5 milioni e giungere a € 49,4 milioni al termine del periodo di previsione (2024), per un tasso composto medio annuo di crescita, sul periodo 2020/2024, stimato al 31%.

Il margine operativo lordo (Ebitda) lo stimiamo in crescita media annua del 79%, con una previsione ad € 3,7 milioni a consuntivo 2021 (da € 952 migliaia a consuntivo 2020) per giungere ad € 9,8 milioni al 2024. La redditività sul fatturato la stimiamo in crescita dal 5,7% del 2020, al 13,3% nel 2021, al 19,8% nel 2024.

In merito al risultato operativo netto (Ebit), lo stimiamo positivo per € 1,4 milioni a consuntivo 2021 (dopo una perdita operativa pari ad €1 milione a consuntivo 2020), per giungere a profitti operativi pari ad € 7,4 milioni a fine periodo previsionale (2024), con un Ros in aumento progressivo dal 5% stimato a fine 2021 al 14,9% a fine periodo. Il Risultato Netto di esercizio lo stimiamo ad € 840 migliaia a consuntivo 2021 (da una perdita pari ad € 946 migliaia nel 2020) per giungere ad € 5,3 milioni al 2024.

La posizione finanziaria netta dovrebbe restare negativa, nel periodo, per € 8,2 milioni a fine 2021 per scendere ad € 1,95 milioni al 2024 ma con rapporti di leverage e net debt/ebitda di assoluta sicurezza.

Il patrimonio netto, atteso ad € 15,3 milioni a fine 2021 (€ 14,45milioni al 31.12.2020) lo stimiamo ad € 25,9 milioni a fine 2024.

Valuation

A fini valutativi abbiamo utilizzato la metodologia del Discounted Cash Flow con previsione esplicita dei flussi di cassa generati nel periodo 2021/2024.

Il tasso di crescita perpetua è stato mantenuto all'1,5% ed il WACC è stato determinato al 7,34% (precedente 8,3%) con un Free Risk Rate all'1% (precedente 1,2%) ed un Market Risk Premium al 9,75% (precedente 11,25%). Il coefficiente Beta è stato stimato a 0,84 (precedente 0,87) aggiungendo al Beta unlevered medio del settore "imballaggi di carta e cartone" per il mercato europeo (fonte: Salvidio & Partners) il rischio finanziario specifico del Gruppo. Si è tenuto conto di una struttura patrimoniale debt/equity pari a 0,25/0,75.

Otteniamo un Enterprise Value pari a 57,5 milioni di euro ed un Valore ad Equity pari a **4,74 euro/azione**. La nostra raccomandazione sul titolo permane di acquisto.

Cash Flow Model (K €)

	2021E	2022E	2023E	2024E
EBIT	1367	2301	5404	7373
Imposte	356	598	1405	1917
NOPAT	1011	1703	3999	5456
D&A	2300	2350	2400	2400
Capex	3000	3000	3000	3000
CNWC	1666	1281	409	868
FOCF	-1355	-228	2990	3988

Stime: Banca Finnat

DCF Model Valuation (k €)

Perpetual Growth Rate (%)	1,5
WACC (%)	7,34
Discounted Terminal Value	53.407
Cum. Disc. Free Operating Cash Flow	4.055
Enterprise Value	57.462
Net financial position as of 31/12/2020	-6.666
Equity Value	50.796
Nr. of shares net of treasury shares (k)	10.721
Value per share	4,74

Stime: Banca Finnat

WACC Calculation (%)

Risk free rate	1
Market risk premium	9,75
Beta (x)	0,84
Cost of Equity	9,19
Equity/(Debt+Equity)	0,75
Gross cost of debt	2,4
Tax rate	26
Net cost of debt	1,78
Debt/(Debt+Equity)	0,25
WACC	7,34

Stime: Banca Finnat

INCOME STATEMENT (Eur k)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi di Vendita	18637	16765	27500	34375	42969	49414
Valore della Produzione	21764	19917	30500	37375	45969	52414
Materie Prime	8515	8012	11590	14202	17000	19393
Costi per Servizi	4721	4805	6405	7849	9194	10483
Beni di terzi	933	959	1220	1495	1839	2097
Valore Aggiunto	7595	6141	11285	13829	17936	20441
Costo del lavoro	5271	5168	7425	8937	9831	10323
Oneri di gestione	101	143	192	241	301	346
^Rimanenze	(257)	(122)				
EBITDA	2480	952	3667	4651	7804	9773
Ammortamenti & Svalutazioni	1798	1966	2300	2350	2400	2400
EBIT	682	-1013	1367	2301	5404	7373
Oneri finanziari	185	229	230	230	230	230
UTILE ANTE IMPOSTE	497	-1242	1137	2071	5174	7143
Imposte	(6)	(296)	296	538	1345	1857
Tax-rate (%)	-	-	26	26	26	26
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	503	-946	842	1532	3829	5286
Cash Flow	2301	1020	3142	3882	6229	7686
BALANCE SHEET (Eur k)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Patrimonio Netto	10261	14445	15287	16819	20648	25934
PFN	-4419	-6666	-8190	-8588	-5769	-1951
Capitale Investito Netto	14680	21112	23477	25408	26417	27885
FINANCIAL RATIOS (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EBITDA margin	13,3	5,7	13,3	13,5	18,2	19,8
EBIT margin	3,7	-	5	6,7	12,6	14,9
Net margin	2,7	-	3,1	4,5	8,9	10,7
Net Debt/Ebitda(x)	1,78	7	2,23	1,85	0,74	0,2
Net Debt/Equity(x)	0,43	0,46	0,54	0,51	0,28	0,1
ROI	4,6	-	5,8	9	20,5	26,4
ROE	4,9	-	5,5	9,1	18,5	20,4
GROWTH RATES (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Ricavi di Vendita	7,3	-10	64	25	25	15
EBITDA	12,3	-61,6	285	27	68	25
EBIT	-8,3	-	-	68	135	36
Net Profit	30,4	-	-	82	150	38
Cash Flow	24,3	-55,7	208	24	60	23
VALUATION METRICS	2019	2020	2021E^	2022E^	2023E^	2024E^
EPS	0,05	-0,09	0,08	0,14	0,36	0,49
CFPS	0,22	0,10	0,29	0,36	0,58	0,72
BVPS	0,97	1,37	1,43	1,57	1,93	2,42
P/E	82,2	-	49,9	27,4	11	8
P/CF	18	40,5	13,4	10,8	6,7	5,5
P/BV	4	2,9	2,7	2,5	2	1,6
EV/SALES	2,5	2,9	1,8	1,5	1,1	0,9
EV/EBITDA	18,5	50,4	13,7	10,9	6,1	4,5
EV/EBIT	67,1	-	36,8	22	8,9	6

Fonte: Grifal; Stime: Banca Finnat; ^Data per share al netto azioni proprie

Raccomandazioni emesse sul titolo GRIFAL nei 12 mesi precedenti

Date	Rating	Target Price	Market Price
15.10.2020	Buy	3,0 €	2,20 €
24.04.2020	Buy	2,94 €	2,27 €
30.10.2019	Buy	5,3 €	3,42 €
29.04.2019	Hold	4,6 €	4,47 €

Rating System (orizzonte temporale di 12 mesi)

BUY: se il target price è almeno del 15% più elevato del prezzo corrente di mercato

HOLD: se il target price è compreso nel range +/-15% rispetto al prezzo corrente di mercato

SELL: se il target price è almeno del 15% più basso del prezzo corrente di mercato

NO RATING: mancanza di basi fondamentali sufficienti per formulare una raccomandazione e/o un target price

Banca Finnat Research Rating Distribution**31/03/2021**

N° Ricerche emesse ultimi 12 mesi: 27	BUY	HOLD	SELL	N.R.
Percentuali di raccomandazioni sul totale ricerche	89%	11%	0%	0%
Percentuali di Società coperte alle quali Banca Finnat offre servizi di investimento	100%	100%	-	-

Informazioni generali

La presente ricerca è stata preparata da Gian Franco Traverso Guicciardi, analista finanziario di Banca Finnat S.p.A. ("Banca Finnat" o la "Banca"), autorizzata dalla Banca d'Italia all'esercizio dell'attività bancaria ai sensi del D.lgs. n. 385/1993 e alla prestazione dei servizi e attività di investimento di cui al D.lgs. n. 58/1998. Nello svolgimento delle proprie attività, Banca Finnat è sottoposta alla vigilanza della Banca d'Italia e della CONSOB per quanto di rispettiva competenza.

La presente ricerca, per contenuti e finalità, rientra nell'ambito delle disposizioni previste dal Regolamento Delegato (UE) 2016/958 e degli articoli 34, 36 e 37 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 che disciplinano gli obblighi a carico degli intermediari che pubblicano raccomandazioni di investimento.

La presente ricerca non costituisce in alcun modo proposta di conclusione di un contratto, né offerta al pubblico di prodotti finanziari, né costituisce o si configura da parte della Banca come prestazione del servizio di consulenza in materia di investimenti di strumenti finanziari ai sensi dell'articolo 1 comma 5 del D.lgs. n. 58/1998 e successivi aggiornamenti.

Fonti e modelli di valutazione

Ai fini della redazione della ricerca, la Banca ha utilizzato fonti informative (a titolo esemplificativo, articoli di stampa, bilanci, comunicati, informazioni reperite nel corso di incontri e conversazioni telefoniche con i rappresentanti dell'emittente) che, alla data di pubblicazione della ricerca stessa, non risultano essere oggetto di accertamenti, provvedimenti o pubbliche smentite da parte di autorità giudiziarie o di vigilanza e che la Banca ritiene affidabili. Banca Finnat non fornisce, tuttavia, alcuna garanzia circa l'accuratezza o la completezza delle suddette fonti informative.

Gli analisti della Banca utilizzano modelli standard di valutazione riconosciuti a livello internazionale tra cui, a titolo esemplificativo, Discounted Cash Flow Model (DCF), Economic Value Added (EVA) e NAV Method (Net Asset Value). Qualunque sia il metodo di valutazione utilizzato, esiste un rischio significativo che il prezzo target non sia raggiunto entro i tempi previsti nella ricerca. Per maggiori informazioni sul documento metodologico si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Le informazioni fornite e le opinioni espresse nella ricerca si riferiscono alla data di pubblicazione della ricerca stessa. Qualsiasi opinione, previsione o stima contenuta è espressa sulla base della situazione corrente ed è quindi possibile che i risultati o gli avvenimenti futuri si discostino rispetto a quanto indicato in tali opinioni, previsioni e stime.

Copertura e aggiornamento

L'elenco degli emittenti coperti dall'Ufficio Studi e Ricerche è disponibile nell'apposita sezione del sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link <https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>).

Banca Finnat fornisce copertura continua degli emittenti seguiti, aggiornando le ricerche di regola con cadenza semestrale. Inoltre, la Banca può pubblicare altre tipologie di ricerche più sintetiche (denominate *flash company note*) a seguito della pubblicazione delle relazioni contabili periodiche e di eventi, di carattere ordinario od eccezionale, inerenti l'Emittente

Lo storico delle raccomandazioni di investimento nel tempo formulate e il prezzo target relativo all'emittente sono riportati nella parte finale della ricerca, sezione "Valuation", nonché sul sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche (al seguente link

<https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)¹.

¹ Per informazioni su tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Banca Finnat negli ultimi 12 mesi (ivi inclusa la percentuale di raccomandazioni buy/hold/reduce/sell pubblicate e la percentuale degli emittenti corrispondenti a ciascuna di queste categorie ai quali la Banca ha prestato servizi bancari, di investimento o accessori) si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche.

Informazioni sugli interessi e sui conflitti di interessi

La presente ricerca è prodotta su incarico remunerato da parte dello specialist dell'emittente. Si comunica, inoltre, che Banca Finnat svolge il ruolo di nominated advisor in favore dell'emittente e presta o ha prestato servizi di investimento o accessori in favore dell'emittente negli ultimi 12 mesi.

Si comunica, altresì, che nessun analista dell'Ufficio Studi e Ricerche detiene o ha detenuto negli ultimi 12 mesi strumenti finanziari emessi dall'emittente o ad essi collegati, né svolge ruoli di amministrazione, direzione o consulenza per l'emittente stesso. L'analista che ha preparato la presente ricerca dichiara, in particolare, di non avere interessi o conflitti di interessi nei confronti dello strumento finanziario o dell'emittente e di non essere a conoscenza di interessi o conflitti di interessi in capo a Banca Finnat e/o alle società appartenenti al suo gruppo in relazione allo strumento finanziario e/o all'emittente ulteriori rispetto a quanto rappresentato nel presente *disclaimer*.

Presidi organizzativi e procedurali volti a prevenire e gestire potenziali conflitti di interessi

La Banca previene e gestisce i potenziali conflitti di interesse attuando, tra l'altro, i seguenti presidi: (1) indipendenza dell'Ufficio Studi e Ricerche dalle altre aree della Banca e inserita in staff al Direttore Generale; (2) sistema di *information barriers*; (3) adozione di procedure interne che preservano la propria indipendenza nello svolgimento dell'elaborazione delle ricerche; (4) divieto ai dipendenti della Banca di compiere qualsiasi operazione personale riguardante lo strumento finanziario oggetto della ricerca stessa tranne in occasione di ammissione a quotazione.

La remunerazione degli analisti non dipende, pertanto, in modo diretto dalla prestazione di servizi di investimento o da altre tipologie di operazioni eseguite dalla Banca o da altre società del suo gruppo, ovvero dalle commissioni di negoziazione ricevute dalla Banca o da altre società del suo gruppo.

Esclusivamente gli analisti dell'Ufficio Studi e Ricerche della Banca possono avere accesso alla ricerca prima della sua pubblicazione. È tuttavia prassi sottoporre la bozza della ricerca, senza la raccomandazione o il prezzo target, all'emittente prima della sua diffusione al pubblico, al fine di verificare l'accuratezza delle asserzioni fattuali e permettere la correzione di eventuali errori materiali. Le informazioni di carattere fattuale contenute nella bozza dell'analisi potrebbero, pertanto, essere state modificate a seguito della condivisione con l'emittente e prima della definitiva diffusione al pubblico.

Per maggiori informazioni si rinvia al sito internet della Banca, sezione Ufficio Studi e Ricerche. (<https://www.bancafinnat.it/it/pages/index/2/28/0/28/Ufficio-Studi-e-Ricerche-Sito-Istituzionale>)

Riproduzione e distribuzione della ricerca

La riproduzione, anche parziale, della presente ricerca è consentita previa citazione della fonte. La presente ricerca non può essere portata, trasmessa, distribuita o comunque utilizzata, in tutto o in parte, negli Stati Uniti d'America o da una "US Person" secondo la definizione contenuta nella *Regulation S* dello *United States Securities Act* del 1933, come successivamente modificato, né in Canada, Australia, Giappone o da alcuna persona ivi residente. La distribuzione della presente ricerca in altri Stati potrà essere oggetto di restrizioni normative e le persone che siano in possesso della presente ricerca dovranno informarsi sull'esistenza di tali restrizioni ed osservarle.